

中国神华 (601088.SH)

25Q2 利润改善显业绩韧性, 2025 中期分红 79%

投资要点:

➤ 公司披露 2025H1 业绩:

2025H1 营收 1381.1 亿元, 同比-18.3%; 归母净利润 246.4 亿元, 同比-12.0%。25Q2 营收 685.2 亿元, 同比-15.4%, 环比-1.5%, 归母净利润 126.9 亿元, 同比-5.6%、环比+6.2%。

➤ 长协占比提升缓解煤价下行压力, 降本增效下 25Q2 利润环比改善

2025H1 煤炭业务实现营收 1039 亿元, 同比-22.8%; 营业成本 714 亿元, 同比-25.9%; 毛利润 325 亿元, 同比-14.8%。其中, 25Q2 煤炭业务实现营收 523 亿元, 同环比-19.7%/+1.4%; 营业成本 353 亿元, 同环比-25.0%/-2.2%; 毛利润 170 亿元, 同环比-5.9%/+9.7%。

1) 销量下滑, 长协占比提升: 25H1 公司商品煤产量 165.4 百万吨, 同比-1.7%; 煤炭销售量 204.9 百万吨, 同比-10.9%, 其中自产煤销量 161.9 百万吨, 同比-3.4%。年度长协占比 55.5%, 同比+1.2pct; 月度长协占比 36.7%, 同比+5pct。2) 煤价下行: 25H1 公司煤炭综合售价 493 元/吨, 同比-12.9%, 其中自产煤售价 478 元/吨, 同比-9.3%。年度长协/月度长协/现货/坑口直销吨煤售价分别为 461/563/544/213 元/吨, 同比-5.9%/-22.3%/-12.0%/-31.9%。3) 成本管控亮眼: 25H1 公司自产煤单位生产成本为 177.7 元/吨, 同比-7.7%。

➤ 发售电量下滑, 燃料成本下降抬升盈利水平

25H1 电力业务实现营收 405 亿元, 同比-10.3%; 营业成本 340 亿元, 同比-10.7%; 毛利润 65 亿元, 同比-7.9%。其中, 25Q2 电力业务实现营收 197 亿元, 同环比分别-5.0%/-5.6%; 营业成本 164 亿元, 同环比分别-7.5%/-7.2%; 毛利润 33 亿元, 同环比分别+10.0%/+3.4%。

25 H1 公司总发电量 988 亿千瓦时, 同比-7.4%; 总售电量 929 亿千瓦时, 同比-7.3%; 燃煤机组平均利用小时数 2143 小时, 同比-8.8%。

➤ 大规模资产收购启动, 2025 中期分红占当期归母净利润的 79%

2025 年 8 月 16 日, 公司公告拟通过发行股份及支付现金方式购买国家能源集团和西部能源持有的相关资产, 将进一步增强一体化运营优势。2024 年底标的合计总资产 2584 亿元, 实现营业收入 1260 亿元, 合计扣非归母净利润 80 亿元。

公司拟向公司股东派发每股人民币 0.98 元 (含税), 共计现金分红金额 194.7 亿元, 占当期归母净利润的 79%。

➤ 盈利预测与投资建议

考虑到煤价下行, 我们预测公司 2025-2027 年归母净利润 511.0/533.7/548.3 亿元 (前值为 615/626/-), 对应 EPS 为 2.57/2.69/2.76 元/股。公司作为煤炭行业龙头, 经营业绩稳健, 分红水平维持行业高水平, 维持“买入”评级。

➤ 风险提示

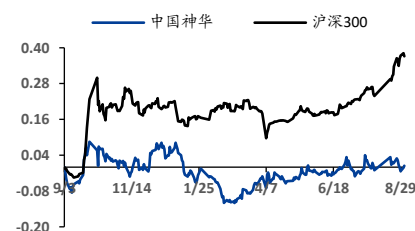
煤炭生产不及预期; 煤炭消费不及预期; 煤炭进口超预期

买入 (维持评级)

基本数据

日期	2025-09-02
收盘价:	38.16 元
总股本/流通股本(百万股)	19,868.52/16,491.04
流通 A 股市值(百万元)	629,298.01
每股净资产(元)	20.21
资产负债率(%)	31.12
一年内最高/最低价(元)	47.50/34.78

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 汤悦(S0210525040002)
ty30649@hfzq.com.cn
研究助理: 杨心怡(S0210123060032)
YXY30035@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、自产煤成本下滑&发电增速亮眼, Q3 业绩优异——2024.11.06
- 2、中国神华 (601088.SH) 煤电业务运行稳健, 高分红凸显长期投资价值——2024.05.18
- 3、中国神华 (601088.SH): 一体化稳健经营无惧风浪, 现金奶牛持续高比例分红, 市值管理考核推——2024.03.15

财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	343,074	338,375	290,117	294,594	297,980
增长率	0%	-1%	-14%	2%	1%
净利润 (百万元)	59,694	58,671	51,101	53,370	54,833
增长率	-14%	-2%	-13%	4%	3%
EPS (元/股)	3.00	2.95	2.57	2.69	2.76
市盈率 (P/E)	12.7	12.9	14.8	14.2	13.8
市净率 (P/B)	1.9	1.8	1.8	1.6	1.4

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表1: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	142,415	210,998	239,196	351,214
应收票据及账款	15,502	8,445	6,472	5,746
预付账款	6,232	2,901	2,930	2,949
存货	12,482	11,814	60,469	24,277
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	28,494	21,210	21,270	21,316
流动资产合计	205,125	255,368	330,336	405,502
长期股权投资	59,840	59,840	59,840	59,840
固定资产	257,149	237,586	219,600	203,067
在建工程	27,575	27,675	27,675	27,575
无形资产	64,776	64,825	65,799	65,545
商誉	0	0	0	0
其他非流动资产	43,603	44,634	45,508	46,487
非流动资产合计	452,943	434,560	418,422	402,514
资产合计	658,068	689,928	748,758	808,016
短期借款	1,037	0	0	0
应付票据及账款	38,205	58,749	59,779	60,655
预收款项	73	16	20	25
合同负债	4,045	5,222	5,303	5,364
其他应付款	12,002	12,002	12,002	12,002
其他流动负债	37,258	35,063	35,028	35,197
流动负债合计	92,620	111,051	112,132	113,243
长期借款	28,932	28,982	28,912	28,992
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	32,564	32,564	32,564	32,564
非流动负债合计	61,496	61,546	61,476	61,556
负债合计	154,116	172,597	173,608	174,799
归属母公司所有者权益	426,866	431,366	479,913	528,452
少数股东权益	77,086	85,965	95,238	104,765
所有者权益合计	503,952	517,331	575,150	633,217
负债和股东权益	658,068	689,928	748,758	808,016

现金流量表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	93,348	115,464	33,848	117,949
现金收益	93,166	84,916	85,045	85,442
存货影响	364	668	-48,655	36,192
经营性应收影响	4,658	10,922	2,480	1,241
经营性应付影响	1,335	20,487	1,034	882
其他影响	-6,175	-1,529	-6,056	-5,807
投资活动现金流	-85,359	-4,031	-4,970	-4,078
资本支出	-34,865	-8,563	-9,603	-8,556
股权投资	-4,269	0	0	0
其他长期资产变化	-46,225	4,532	4,633	4,478
融资活动现金流	-51,173	-42,851	-680	-1,852
借款增加	-372	-987	-70	80
股利及利息支付	-53,778	-7,420	-9,123	-10,781
股东融资	1,015	0	0	0
其他影响	1,962	-34,444	8,513	8,849

利润表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	338,375	290,117	294,594	297,980
营业成本	223,192	193,430	195,313	196,599
税金及附加	17,784	15,474	16,015	15,930
销售费用	491	407	413	418
管理费用	10,340	8,865	8,730	8,891
研发费用	2,727	2,338	2,374	2,401
财务费用	129	-3,040	-4,213	-4,361
信用减值损失	-128	-128	-128	-128
资产减值损失	-535	-535	-535	-535
公允价值变动收益	2	1	1	1
投资收益	4,871	4,871	4,871	4,871
其他收益	333	333	333	333
营业利润	88,362	77,292	80,610	82,750
营业外收入	813	813	813	813
营业外支出	3,382	3,382	3,382	3,382
利润总额	85,793	74,723	78,041	80,181
所得税	16,928	14,744	15,399	15,821
净利润	68,865	59,980	62,643	64,360
少数股东损益	10,194	8,879	9,273	9,527
归属母公司净利润	58,671	51,101	53,370	54,833
EPS (按最新股本摊薄)	2.95	2.57	2.69	2.76

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入增长率	-1.4%	-14.3%	1.5%	1.1%
EBIT 增长率	-2.0%	-16.6%	3.0%	2.7%
归母公司净利润增长率	-1.7%	-12.9%	4.4%	2.7%
获利能力				
毛利率	34.0%	33.3%	33.7%	34.0%
净利率	20.4%	20.7%	21.3%	21.6%
ROE	11.6%	9.9%	9.3%	8.7%
ROIC	19.5%	15.9%	14.6%	13.4%
偿债能力				
资产负债率	23.4%	25.0%	23.2%	21.6%
流动比率	2.2	2.3	2.9	3.6
速动比率	2.1	2.2	2.4	3.4
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4
应收账款周转天数	13	13	9	7
存货周转天数	20	23	67	78
每股指标 (元)				
每股收益	2.95	2.57	2.69	2.76
每股经营现金流	4.70	5.81	1.70	5.94
每股净资产	21.48	21.71	24.15	26.60
估值比率				
P/E	13	15	14	14
P/B	2	2	2	1
EV/EBITDA	35	38	38	38

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn